

Energía

Reforma eléctrica, de ser aprobada, pone en riesgo la competencia, la inversión y el medio ambiente

Diego López / Carlos Serrano / Samuel Vázquez

3 de octubre del 2021

Iniciativa de reforma para revertir reforma energética de 2013

El pasado jueves 30 de septiembre el presidente Andrés Manuel López Obrador envió a la Cámara de Diputados una [iniciativa de reforma constitucional](#) en materia eléctrica consistente en fortalecer la participación y atribuciones de la Comisión Federal de Electricidad (CFE).

Entre los puntos principales de la iniciativa se encuentran:

- La modificación al Art. 25 Constitucional eliminaría los criterios de estricta separación de la CFE y permitiría integrar bajo una sola empresa todas las filiales y subsidiarias de la CFE en el segmento de generación. Además, la iniciativa pretende **garantizar a la CFE una cuota de mercado de generación eléctrica del 56%**. De acuerdo con la iniciativa, actualmente cuenta con una participación de 38% del mercado.
- La modificación al Art. 28 Constitucional reintegra el sector eléctrico como *área estratégica del Estado* en todas sus etapas que excluye técnicamente a la CFE de convertirse en un monopolio.
- El Centro Nacional de Control de Energía (Cenace), institución encargada de la distribución de electricidad, pasa a formar parte de la estructura orgánica de la CFE.
- Se eliminan los contratos vigentes de generación eléctrica otorgados y los contratos de compraventa de electricidad con el sector privado .
- Se eliminan los Certificados de Energías Limpias (CEL) que avalan la generación de un megawatt-hora (MWh) de energía limpia y que hasta la fecha debía adquirir CFE Suministro Básico de las compañías privadas y han sido el principal mecanismo para promover el uso de energías renovables.
- Se propone la desaparición de la Comisión Nacional de Hidrocarburos (CNH) y la Comisión Reguladora de Energía (CRE), los dos órganos reguladores autónomos en materia de energía en México. En particular, la propuesta de eliminar la CNH no muestra una relación directa con el mercado eléctrico e incide en el sector de hidrocarburos.
- Se suspenden las nuevas concesiones a privados para la explotación y producción de litio ahora considerado un mineral estratégico y un insumo básico para tecnologías como las baterías de celulares y los autos eléctricos. Las concesiones previas quedarán vigentes al acreditar ante la CFE y ante la Secretaría de Energía (SE), que se ha iniciado el proceso de exploración. Hacia delante, la explotación de litio sería un monopolio del Estado.

El argumento detrás de esta iniciativa es garantizar el suministro eléctrico a precios justos para los hogares mexicanos, afirmando que la participación de agentes privados representa una carga financiera para la CFE y la desplaza en el mercado, además de poner en riesgo la estabilidad del sistema eléctrico mexicano.

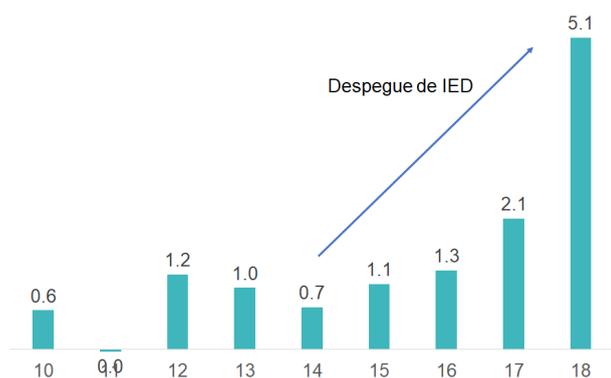
A continuación se presenta un panorama de la industria eléctrica, los sectores relacionados con esta actividad y una valoración de los efectos que tendría, en caso de ser aprobada, la reforma en términos de precios de la electricidad, la competencia en el sector eléctrico, la inversión privada y los objetivos de sustentabilidad de México.

Desempeño de la industria eléctrica hasta 2018

El objetivo de la reforma constitucional presentada en 2013 fue abrir la participación del sector privado al sector energético que por décadas había sido un monopolio de Estado, asegurando la eficiencia de las actividades del sector eléctrico permitiendo la competencia en las actividades de la cadena de valor que permitieran la incorporación de agentes privados y regulando estas actividades para procurar el proceso de libre competencia. La Ley de la Industria Eléctrica (LIE) que acompañó esta reforma en 2014 tuvo como objetivo proveer condiciones iguales en materia de generación para la CFE y los particulares mediante contratos con Productores Independientes de Energía (PIE) y las Subastas de Largo Plazo (SLP). Un objetivo adicional de la reforma eléctrica era sentar bases de sustentabilidad en la industria eléctrica promoviendo las energías renovables que jugarían un papel central en cumplimiento de los [Acuerdos de París](#) a los que México se adscribe en 2016.

Con la entrada de la LIE, las actividades de generación y comercialización permiten la participación de empresas privadas, permaneciendo la transmisión y distribución reservadas para el Estado catalogados como actividades estratégicas. La implementación pretendía promover la inversión de la iniciativa privada, dar certeza y claridad en las reglas del juego en una industria compleja con un agente preponderante como lo es la CFE y obtener en el mediano plazo precios más competitivos, tanto para los generadores como para los clientes.

Gráfico 1. **INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)**



Fuente: BBVA Research con datos de la Secretaría de Economía

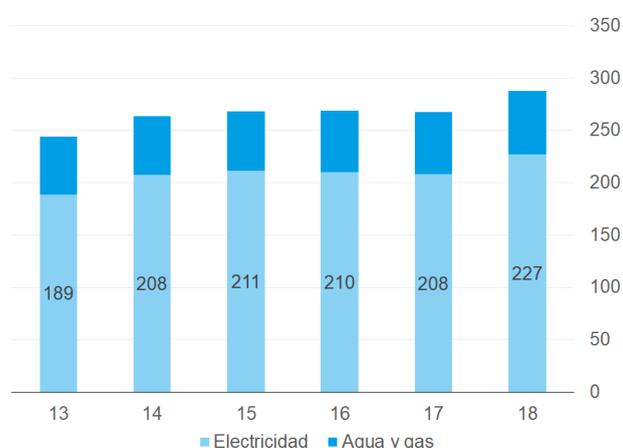
Gráfico 2. **PRODUCCIÓN BRUTA ELÉCTRICA (GWh)**



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

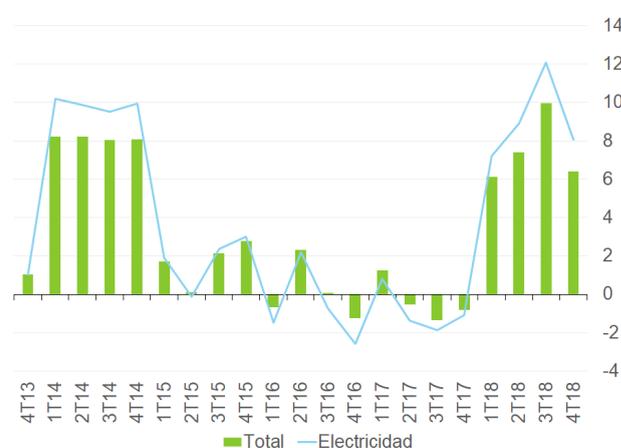
El subsector de electricidad comenzó a acelerar su crecimiento a partir de 2013, alcanzando tasas de crecimiento de más de 9% anual: sólo en el periodo de 2004 al 2006 se había visto un mayor crecimiento. El nivel máximo del PIB lo alcanzó al finalizar el 2018 con 227 mil mdp. De acuerdo con los datos del Cenace, al cierre de 2018, la producción de electricidad que considera la generación bruta de CFE y la energía eléctrica recibida en la red eléctrica proveniente de los demás permisionarios durante 2018 fue 317,278 GWh, valor 2.6% superior al año anterior (309,370 GWh).¹

Gráfico 3. **PIB ELECTRICIDAD, AGUA Y GAS**
(MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Gráfico 4. **PIB TOTAL Y ELECTRICIDAD**
(VARIACIÓN % ANUAL)



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

Desempeño de la industria a partir de 2019

En el 2019 se capturaron para el subsector eléctrico más 1.2 mil mdd, cifra positiva aunque menor a lo observado un año antes. Este tipo de inversión tocó fondo en el 2020, acumulando sólo 420 mdd. Este año, con la expectativa de recuperación, en sólo seis meses se capturaron más de 600 mdd. Estas cifras disminuirían en caso de aprobarse esta reforma ante el acotamiento de la participación del sector privado en esta actividad económica.

El 25 de marzo de 2019 se modificaron los términos de la estricta separación legal de la CFE² que asignó las centrales de generación entre las subsidiarias de esa actividad. Los cambios en materia legislativa que ha pasado la CFE en los últimos años dificultan la comparación interanual de los resultados financieros de la empresa y, adicionalmente, los resultados a nivel subsidiaria en 2018 tienen efectos de reasignaciones de activos y personal en el mismo año³. Tomando en cuenta estos ajustes, se puede observar que CFE SSB obtuvo utilidades superiores a los 30 mMdp en 2019 y sólo las subsidiarias de generación presentaron pérdidas. Mostrando que el

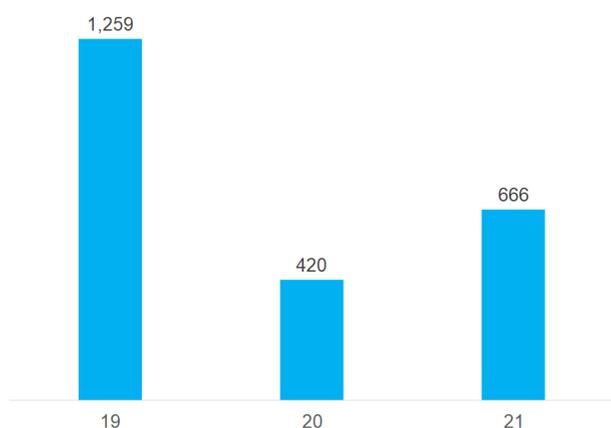
¹ Informe Pormenorizado sobre el Desempeño y las Tendencias de la Industria Eléctrica Nacional 2018. Sener (2018)

² "Acuerdo por el que se modifican los Términos para la estricta separación legal de la Comisión Federal de Electricidad, publicados el 11 de enero de 2016", publicado en el DOF el 25 de marzo de 2019

³ "Participación Privada en la Generación de Energía Eléctrica". Ramiro M., Serrano J.PUED UNAM (2020)

marco jurídico y regulatorio actual incluye medidas que han fortalecido a la CFE y la introducción de la competencia de agentes privados no ha reducido la capacidad de la CFE para obtener utilidades en su segmento de generación.

Gráfico 5. **INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA**
(MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: BBVA Research con datos de la Secretaría de Economía

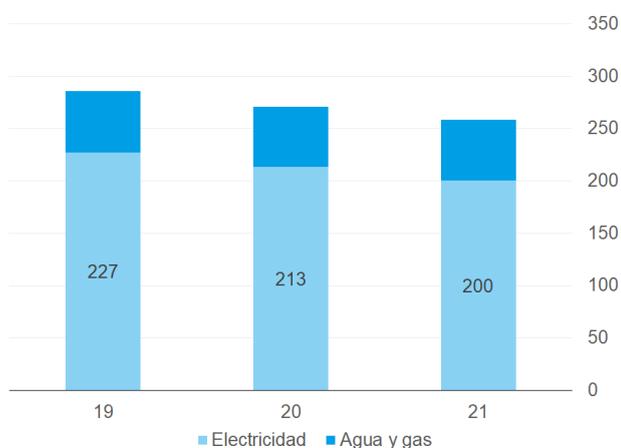
Gráfico 6. **RESULTADOS FINANCIEROS CFE**
(MILLONES DE PESOS)

	2017	2018	2019
Consolidado	107,587	36,529	45,019
Suministrador de Servicios Básicos	-16,771	31,321	32,706
Transmisión	13,338	8,572	18,325
CFE Distribución	89,112	-33,544	13,690
CFE Generación I	-2,412	-5,996	-4,641
CFE Generación II	3,101	3,863	-130
CFE Generación III	-2,662	-2,186	-2,955
CFE Generación IV	6,187	1,127	-1,281
CFE Generación V	6	13	5
CFE Generación VI	-33,643	14,469	-1,872

Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

La economía mexicana comenzó a contraerse desde el 2019, antes de que comenzará la contingencia sanitaria en el 2020. Esta tendencia se ha acentuado desde que comenzó la crisis de la pandemia. En particular, el PIB del subsector eléctrico bajó de 227 mil mdp a 200 mil mdp en lo que va del año en curso. Del 2019 al 2021, solo se observa crecimiento en 3 de los últimos 10 trimestres.

Gráfico 7. **PIB ELECTRICIDAD, AGUA Y GAS**
(MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

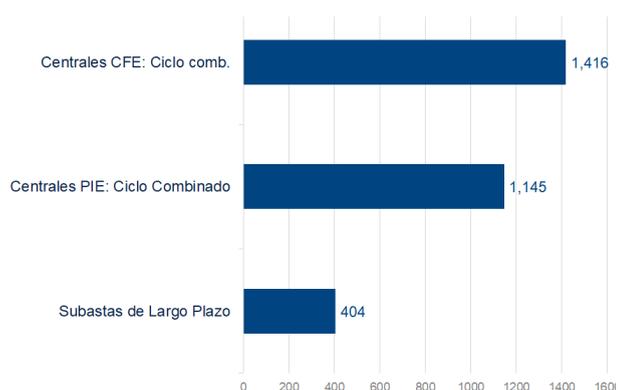
Gráfico 8. **PIB TOTAL Y ELECTRICIDAD**
(VARIACIÓN % ANUAL)



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

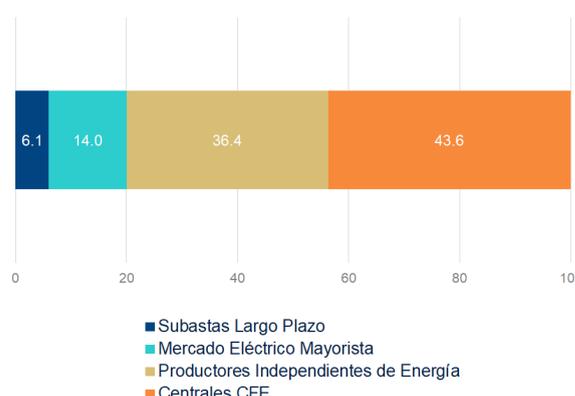
Para el año 2020, CFE Servicios de Suministro Básico (CFE SSB) compró 264 terawatts-hora (TWh) para satisfacer la demanda eléctrica. De este total, 56% provino de centrales del sector privado vía subastas de largo plazo (SLP), el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) y los Productores Independientes de Energía (PIE). El restante 44% se produjo en centrales CFE.⁴ La generación de energía privada no está desplazando a la CFE; al contrario, ha complementado la generación de energía en un contexto de creciente demanda a costos competitivos sin afectar la confiabilidad del sistema eléctrico, dos puntos importantes que se niegan en la propuesta de reforma energética. Bajo las reglas actuales, diseñadas en la reforma de 2013, primero se despacha la electricidad más barata, independientemente de quién la haya producido. Esto no solamente asegura los precios más bajos, sino que introduce incentivos a todos los jugadores para lograr mayores eficiencias.

Gráfico 9. **COSTO PROMEDIO GENERACIÓN 2020 (PESOS POR MWH)**



Fuente: BBVA Research con datos de la CRE

Gráfico 10. **CONTRATACIÓN ENERGÍA CFE SSB (% POR TIPO DE PROVEEDOR, 2020)**



Fuente: BBVA Research con datos de la CRE

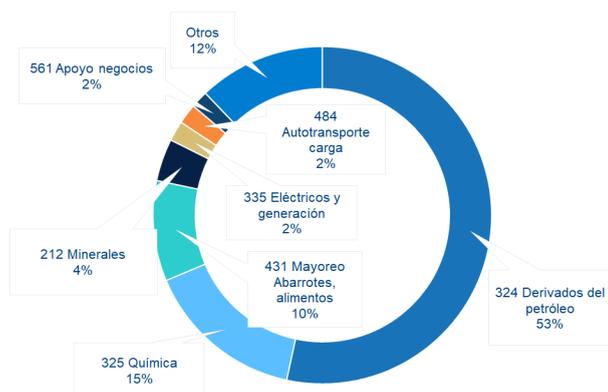
Efecto de la industria en otros sectores

La industria eléctrica se encuentra inmersa como proveedora de la mayor parte de procesos productivos en nuestro país. Los principales subsectores que proveen a la industria eléctrica, representan el 92% del total de insumos que requiere el subsector 221 (Código SCIAN) Generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica; el principal proveedor es el subsector 324 Fabricación de productos derivados del petróleo y el carbón con 53%, explicado por los principales tipos de generación eléctrica en México que uso intensivo de gas natural y carbón. Por otra parte, los subsectores que demandan energía eléctrica están más atomizados, representando la importancia que tiene el sector eléctrico como proveedor de energía para la producción de bienes y servicios en la economía mexicana.

⁴ [Memorias de cálculo de tarifas finales del suministro básico 2020](#)

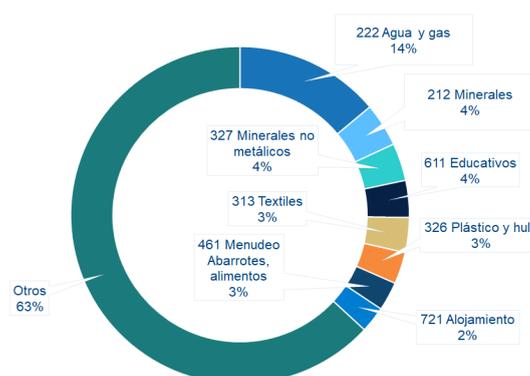
Dada la centralidad de la industria eléctrica en el aparato productivo nacional es de importancia conocer los efectos que podría tener un aumento en el costo del insumo eléctrico en el resto de la economía. Un estudio realizado por (Vaca *et al.*, 2018) utiliza un enfoque de matriz insumo producto para estimar el efecto de un incremento de precios en el subsector de electricidad sobre la estructura económica y concluyen que un aumento del 30% en los costos de insumos intermedios del sector eléctrico representaría un aumento del 20.41% en los precios del insumo eléctrico para el resto de los subsectores productivos de la economía.⁵ Tomando este estudio como referencia, podemos estimar que un aumento en los costos promedios de la industria eléctrica derivado de la exclusión de las empresas privadas más eficientes y del aumento internacional de precios de insumos como el gas, resulte en mayores costos no sólo a los sectores usuarios de electricidad, sino a la totalidad de la cadena de suministro y con ello a los precios generales de la economía.

Gráfico 11. **RED DE PROVEEDORES DEL SECTOR (PARTICIPACIÓN %)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI, MIP

Gráfico 12. **RED DE CLIENTES DEL SECTOR (PARTICIPACIÓN %)**



Fuente: BBVA Research con datos de INEGI, MIP

Contrarreforma generaría controversias en el marco del T-MEC

La propuesta de contrarreforma favorece desde el marco normativo a la CFE, una empresa paraestatal, en perjuicio del resto de los competidores, muchos formados a partir de inversión extranjera provenientes de contrapartes comerciales dentro del Tratado de Libre Comercio entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC) y de otros acuerdos comerciales. Con relación al T-MEC, la propuesta de reforma se contrapone a los capítulos 14 (Inversión) y 21 (Política de Competencia); por lo menos.

En el primer caso, artículos como 14.4 (Trato Nacional), 14.5 (Trato de Nación Más Favorecida) y 14.10 (Requisitos de Desempeño); podrían generar controversias dentro del marco del T-MEC. Por ejemplo, el art. 14.4 establece que cada parte dará un trato no menos favorable a los inversionistas del resto de las partes, que se

⁵ Vaca J., Kido A., Nuñez G. Industria eléctrica y su relevancia en la estructura productiva de México. (2018) *Economía, sociedad y territorio*, 18(58), 825-851. <https://doi.org/10.22136/est20181232>

otorgue a sus propios inversionistas respecto al establecimiento, adquisición, expansión, operación, venta, u otras disposiciones de inversiones. Lo que también aplica explícitamente para el caso de las inversiones cubiertas. En un sentido similar, el art. 14.5 indica que cada parte, es decir, cada uno de los países que signaron el T-MEC, otorgará un trato no menos favorable a los inversionistas del resto de los firmantes del tratado, que el que otorga a los inversionistas domésticos, independientemente si estos sean o no empresas gubernamentales como es el caso de la CFE. Por último, el art. 14.10 impide que alguna de las partes imponga condiciones, requisitos, compromisos u obligaciones para adquirir, utilizar o dar preferencia a un servicio suministrado localmente; así como tampoco restringir ventas de un servicio dado por las inversiones realizadas; lo que podría ser el caso de favorecer a la CFE ya que muchos demandantes de este servicio estarían obligados a sólo recibir el servicio de esta empresa.

Respecto al capítulo 21, el art. 21.1 compromete a que las partes aseguren que las políticas de competencia traten no menos favorablemente a las personas de alguna de sus contrapartes. Por otro lado, el art. 21.4 indica que las partes reconocen la importancia de la política de protección al consumidor y su cumplimiento dentro de la región. La primera parte claramente estaría contravenida al desaparecer el proceso de libre competencia y por orden jurídico asignar participaciones de mercado. En segundo lugar, la política energética que surge a partir de la contrarreforma iría en perjuicio del consumidor al obligarlo a consumir un servicio de mayor costo.

Escenarios para aprobación

La aprobación de la propuesta de reforma requiere que dos terceras partes de ambas Cámaras voten a favor y la conformación actual posiciona a la coalición Morena, Partido del Trabajo (PT) y Partido Verde Ecologista de México (PVEM) con 55.4% de los diputados y 57.8% de los senadores. Recientemente legisladores del Partido Acción Nacional (PAN), Partido de la Revolución Democrática (PRD) y Movimiento Ciudadano (MC) se pronunciaron en contra de la reforma propuesta argumentando la preocupación de la eficiencia de la industria eléctrica y la afectación económica que puede tener, sin embargo el Partido Revolucionario Institucional (PRI) anunció que revisará los alcances de la reforma a través de una serie de foros coordinados con el grupo parlamentario de diputados.

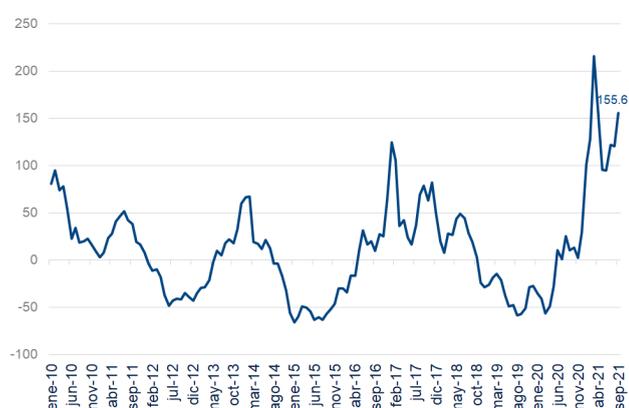
El PRI cuenta con 71 diputados (14.2%) y 13 senadores (10.15%) que en caso de votar todos a favor de la reforma con la coalición Morena-PT-PVEM podrían alcanzar la mayoría necesaria para aprobarse. Es importante recordar que una fracción de la actual bancada del PRI conformó la votación a favor de la reforma de 2013, por lo que sería contradictorio esperar que se vote a favor de la nueva reforma. En este tema en particular se evidenciará si este grupo político actuará como oposición o apoyará a la administración actual, dado que además fue el partido político que propuso e impulsó la reforma energética. Adicionalmente, el PRI no es un grupo homogéneo y es improbable que se realice una votación en bloque.

Valoración

Otorgar participación de mercado en una proporción fija a una empresa poco eficiente no logrará reducir los precios sino que los aumentará. Esto considerando que el costo promedio por megawatt-hora (MWh) de las plantas de CFE a 2020 ciclo combinado alcanza los \$1,416, 23.6% más cara que el precio promedio de los generadores independientes (\$1,145 / MWh).

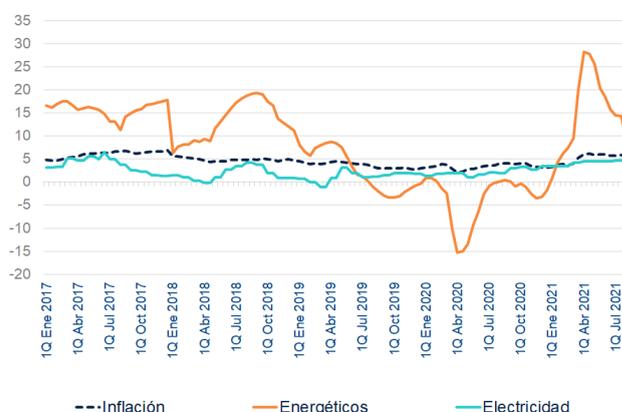
En materia de precios, el servicio eléctrico ha mostrado recientemente un alza al cierre de agosto debido al aumento de la demanda resultado de la reactivación gradual de la economía y el aumento de precios en insumos relacionados a la industria como el gas. Si bien el componente de electricidad en la inflación de los energéticos es bajo, no se puede ignorar el aumento de los precios de la electricidad y el efecto adverso para los consumidores que puede tener el aumento de la participación en el sector de una empresa poco eficiente. De implementarse la reforma, los precios aumentarán todavía más.

Gráfico 13. **PRECIO INTERNACIONAL DEL GAS LP (VARIACIÓN % A/A)**



Fuente: BBVA Research con datos de FRED Mont Belvieu, TX Propane Spot Price FOB

Gráfico 14. **INFLACIÓN Y COMPONENTES (VARIACIÓN % A/A)**



Fuente: BBVA Research con datos del Inegi

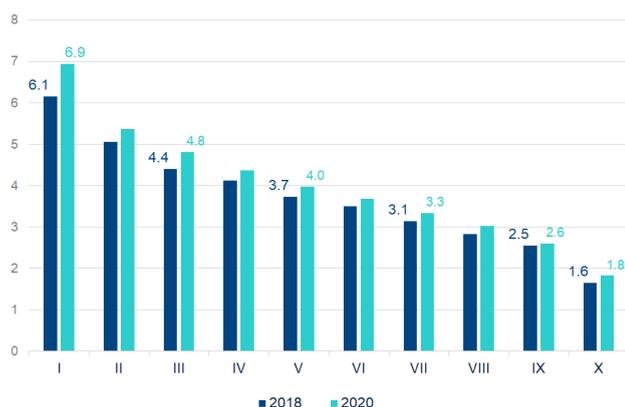
La generación privada se realiza a menores costos y representa también menores precios que la CFE paga bajo los contratos con PIE y SLP de los que pagaría generando la energía en sus propias centrales. Esto se traduce en precios más bajos para los usuarios de energía eléctrica y complementan la capacidad de CFE para atender la demanda nacional ha aumentado en el contexto de la contingencia. La CFE podría decidir no trasladar los aumentos de precios a los consumidores mediante esquemas de subsidios, pero ello implicaría un mayor costo fiscal. En cualquier caso, la población sería afectada por una estructura de producción más costosa.

El gasto promedio en energéticos de los hogares mexicanos ha aumentado 1.88% en términos reales de 2018 a 2020 y en particular, el aumento de gasto en energía se incrementó en 7.36% en términos reales en el mismo periodo. Si analizamos el cambio en el gasto en electricidad por decil de ingreso, notamos que el aumento más significativo está en el decil de ingreso más bajo que incrementó su demanda de electricidad en 17.24%. Al ser los hogares de menos ingresos los que destinan un mayor porcentaje de sus ingresos al pago de electricidad, la reforma sería regresiva. Este elemento debe ser tomado en cuenta al considerar los impactos a futuro que puede tener una reforma como la propuesta incrementando los costos de la electricidad afectando principalmente a los hogares de menores ingresos.

En materia de sustentabilidad e inversión, la eliminación de los Certificados de Energía Limpia (CEL) reduce los incentivos para incrementar el uso de energías renovables dificultando el camino de México hacia el cumplimiento de los Acuerdos de París generando 35% de la energía eléctrica de fuentes renovables. Por otra parte, desincentiva la inversión de forma general pues implica mayor incertidumbre en cuanto al marco legal ya que la propuesta de reforma es violatoria del principio de no retroactividad de la ley además de violar acuerdos

comerciales, entre ellos el T-MEC. Por último, si tomamos en cuenta también que México cuenta con una de las reservas de litio más grandes del mundo⁶ y monopolizar la explotación de este mineral sería una limitante a la innovación tecnológica y la inversión.

Gráfico 15. **GASTO PROMEDIO EN ENERGÉTICOS (PORCENTAJE DEL INGRESO CORRIENTE)**



Fuente: BBVA Research con datos de la Enigh, Inegi
Energéticos: Hidrocarburos (Gas, gasolina, carbón, leña y electricidad)

Gráfico 16. **GASTO PROMEDIO EN ELECTRICIDAD (PORCENTAJE DEL INGRESO CORRIENTE)**



Fuente: BBVA Research con datos de la Enigh, Inegi

En materia de competencia económica, transferir la Cenace como parte orgánica de la CFE iría en detrimento del proceso competitivo en el sector, otorgando a la empresa con mayor participación la definición de las tarifas y reglas de despacho de energía, generando con esto un problema de incentivos dado que las empresas privadas dependería de un distribuidor de energía que es a la vez su competidor. La integración de las subsidiarias y filiales genera también incentivos para explotar el poder de mercado resultante en las distintas etapas del proceso productivo.

Por último, es importante destacar que en la experiencia internacional no hay casos de países que hayan abierto su sector eléctrico, como lo hizo México en 2013, para volverlo a cerrar.

Lo anterior no significa que se puedan hacer mejoras a la reforma de 2013. Esta reforma implica que la CFE se vea obligada a mantener infraestructura para ofrecer electricidad al mercado en situaciones en que la oferta de los participantes privados no sea suficiente para satisfacer la demanda. Sin embargo, asignar una cuota de mercado a la empresa estatal, que es más ineficiente, no es la respuesta económica óptima. Sería más eficiente diseñar un mecanismo de precios a través del cual las empresas privadas compensen a la CFE por los costos fijos que implica ser un oferente de última instancia.

⁶ México cuenta con grandes yacimientos de este mineral, principalmente en Sonora.

Anexo: Una reforma más para fortalecer a las empresas del estado

Este cambio en las reglas del juego se suma a una serie de reformas en materia energética que durante 2021 se han impulsado con un objetivo en común: fortalecer la posición de las empresas productivas del estado como lo son Pemex y CFE. A continuación presentamos una síntesis de las tres reformas más representativas de este proceso.

- Reforma a Ley de la Industria Eléctrica ([publicada el 9 de marzo](#))

Modifica el criterio de despacho eléctrico del Cenace para favorecer la energía eléctrica que genere la CFE y elimina la obligación de los Suministradores de Servicios Básicos a celebrar Contratos de Cobertura Eléctrica a través de subastas públicas, que han demostrado una reducción significativa del precio al que CFE podía adquirir productos en el mercado eléctrico.

- Ley de Hidrocarburos ([publicada el 4 de mayo](#))

La reforma permite al Gobierno suspender permisos y ocupar temporalmente instalaciones de empresas privadas. Los tribunales Colegiados Especializados en Competencia Económica establecieron que esta reforma no causa perjuicios por sí misma al entrar en vigor, se requieren acciones específicas de las autoridades para impugnar. Esto genera incertidumbre para las empresas privadas porque podría permitir suspensiones y fortalece la posición de Pemex en el mercado de hidrocarburos.

- Ley de Hidrocarburos ([publicada el 19 de mayo](#))

Esta segunda reforma a la Ley extingue a las facultades CRE para hacer cumplir la regulación asimétrica en mercados de hidrocarburos, petrolíferos y petroquímicos. Esto quita la capacidad de la CRE para regular las Ventas de Primera Mano (VPM) de PEMEX fijando el precio a través de una metodología basada en prácticas internacionales.

Como lo revisamos en nuestro artículo [“Trato discriminatorio y obstáculos a la competencia”](#) para el tema de gasolinas, se ha observado en el transcurso del año una serie de medidas que debilitan el avance en materia de competencia en el sector energético que se inició a partir de las reformas estructurales de 2014, también se debilita el sistema de pesos y contrapesos que trajo consigo la creación del órgano regulador (CRE) y controlador (Cenace).

Este proceso está resultando en el aumento de preponderancia de las empresas energéticas del estado en materia de combustibles y electricidad sin un sustento de eficiencia en términos económicos o ambientales que afectará al consumidor mexicano que enfrenta mayores precios, a la inversión privada que observa un ambiente de incertidumbre y al desarrollo de México alejándose de cumplir los acuerdos internacionales en materia de sustentabilidad.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones. BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: www.bbva.com / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores".

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Paseo de la Reforma 510, Colonia Juárez, C.P. 06600 Ciudad de México, México.

Tel.: +52 55 5621 3434

bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com